

サブプライム危機と企業統治の再検討

胥, 鵬 / XU, Peng

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

科学研究費助成事業 (科学研究費補助金) 研究成果報告書

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

6

(発行年 / Year)

2013-05

様式 C-19

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成25年5月30日現在

機関番号：32675

研究種目：基盤研究（B）

研究期間：2010年度～2012年度

課題番号：22330089

研究課題名（和文）サブプライム危機と企業統治の再検討

研究課題名（英文）Corporate Governance in Japan: Revisit

研究代表者

胥 鵬 (XU PENG)

法政大学・比較経済研究所・教授

研究者番号：60247111

研究成果の概要（和文）：本研究は、社外取締役の独立性の金融危機の影響を和らげるかどうか、銀行のコーポレート・ガバナンスのあり方、ストック・オプションの企業リスクと配当政策などの企業行動に対する効果、株主の株主総会の出席率、株主総会の所要時間などの決定から株主総会の監督機能、M&Aの決定要因と生産性に及ぼす効果、企業統治と管理会計のあり方、資産価格急変の原因について、理論・実証分析を行った。多数の成果は、雑誌論文・学会発表・図書として公表された。

研究成果の概要（英文）：Focusing on the vulnerability during the financial crisis, in this project, we investigate the relationship between corporate governance and firm performance from perspectives of board independence, stock option grants, shareholder meetings, management accounting and asset pricing,. We have presented numerous papers in conferences. And several articles are published in journals as well as in books.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	4,600,000	1,380,000	5,980,000
2011年度	4,700,000	1,410,000	6,110,000
2012年度	4,300,000	1,290,000	5,590,000
総計	13,600,000	4,080,000	17,680,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・経済政策

キーワード：（1）企業統治 （2）コーポレート・ガバナンス （3）株主総会 （4）株式持合 （5）社外取締役 （6）ストック・オプション （7）M&A （8）管理会計

1. 研究開始当初の背景

ストック・オプションなどの成功報酬、自己株式取得、社外取締役制度などは、1980年から米国で急速に普及したいわゆる米国型企業統治（コーポレート・ガバナンス）である。高額成功報酬の付与で経営者インセンティブが強化され、社外取締役を中心に取締役

会の監督機能が強化された結果、長年ウォール街やシリコンバレーには成功を目指して人材が集まり、米国経済の活気の源泉とされてきた。近年、米国型企業統治はグローバル・スタンダードとなってきた。90年代後半以降の長期経済不振から脱出を図るための経済政策の一つとして試みられてきた日

本の企業統治改革も米国型コーポレート・ガバナンスから大きく影響されてきた。

しかし、サブプライム危機が世界規模に広がったことを契機に、高額成功報酬をはじめとする米国型企業統治が過剰リスクをとる経営や短期的経営を招いた原因だと考えられている。金融危機後、巨額の公的資金投入を受けながら一部の金融機関の経営者などが巨額の報酬やボーナスを受け取っていることや経営破たんを招いた金融機関や企業の経営者を交代させるには数十億や百億円にも達する退職金を支払わなければならないことも話題に上っている。このように、サブプライム危機をきっかけに、米国型企業統治構造が批判されるようになり、報酬規制などの議論が高まった。

サブプライム問題に象徴される資本市場の混乱は、米国型企業統治（コーポレート・ガバナンス）のあり方に対する疑問を生じさせた。同時に、規律を欠いた経営陣の暴走という面に着目すれば、サブプライム危機に起因するグローバル金融不況は経営陣に対する監視（モニタリング）を強化するとの議論にも相応の根拠を与える。

2. 研究の目的

本研究の目的は、最近の欧米圏の議論を参考にしながら、90年代以降米国型企業統治に大きく影響されてきた日本の企業統治の問題点を再検討し、経済学、会計学と法学から、理論実証分析や諸外国との制度比較を通じて、ポスト金融危機の企業統治の再構築に関する下記の分析を試みるものである。

3. 研究の方法

本研究のメンバーは、法学者・会計学者・経済学者の三者が協同して金融危機との関連で企業統治のあり方を再検討し、経営の規律と経済の活力が両立するための企業統治を如何に再構築すべきかを、経済学仮説を構築した上で実証分析等の作業により検証することを目的とする。研究を①論点整理、仮説検討とデータ整備、②実証分析、③政策提案と成果報告の3段階で進める。データ整備は、社団法人商事法務研究会と協力して、株主総会等に関するアンケート調査に関するオリジナルデータベースを構築する。すべての段階を法学者・会計学者・経済学者がコラボレーションで行なう。定期研究会とワークショップを基本的な活動とし、代表者・分担者全員が参加するほか、外部講師の招聘も積極的に行う。

4. 研究成果

本研究の成果として、後掲5.に掲げたような[雑誌論文]、[学会発表]、[図書]などの単著共著論文等の多数の研究成果を上げる

ことができた。以下では、テーマ別に主な研究成果を紹介する。

(1) 企業統治と金融危機

内田 (Uchida) は一連の論文で独立社外取締役の存在が金融危機の影響を和らげるかどうかを分析した (雑誌論文⑤学会発表⑬⑭⑮ 図書⑦)。具体的に、内田は、日本の取締役会独立性が合理的に選択されているか、またどのような特性の企業において取締役会独立性がパフォーマンスに好ましい影響を与えるかを分析した。これによって、取締役会独立性を高めるべきでありながら、社外取締役を導入していない企業の存在を明らかにした。胥は共著論文で金融機関の企業統治の効果について分析を行った (学会発表⑭)。蟻川はコーポレート・ガバナンスとリスク・マネジメントとの関連について考案した (図書②)。

(2) ストップ・オプションの効果

竹口はストック・オプション付与の中止について分析を行った (雑誌論文⑩)。竹口・武智は2001年の商法改正以後可能となった子会社役員などを対象とした親会社ストック・オプションの付与について分析を行った。親子関係に着目し、それらの依存度が高まるほど付与傾向が強くなることが明らかになり、ガバナンスやモニタリング目的の付与が行われている事が確認された (雑誌論文⑥)。内田 (Uchida) は、ストック・オプション導入によって日本の経営者のリスクテイキングが増大しているかを、超高頻度株式データを用いて検証し、配当政策に対する効果も分析した (学会発表⑧⑪⑫⑬)。

(3) 株主総会の経済分析

胥・田中・森田は、商事法務と協力して、世界的に見ても珍しく貴重な、株主総会運営担当者に対する質問票調査に関するマイクロ・データを活用することで、株主運営のあり方が、株主総会の運営にどのように影響しているのか、について、斬新な分析結果を生み出すことができた。この研究の貴重な成果は、株主総会と企業統治との研究の空白を埋めるだけでなく、株主総会運営実務に役立つ有益なフィードバックを行っていくことができることも期待される (雑誌論文④)。株主の監督機能と関連して、田中は株式持合に関する法学分析 (雑誌論文⑳)、森田は株主の株式買い取り請求訴訟について分析を行った (雑誌論文㉓)。

(4) M&Aの動機と効果

蟻川・武智 (Arikawa and Takechi) は、M&Aによって買い手企業の生産性が向上するか、という点を、東証上場をサンプルとして

分析している。本研究の先行研究に対する貢献は、企業のパフォーマンスと M&A の意思決定の同時決定や、M&A の時間を通じた意思決定を明示的に考慮した分析手法を用いている点である（学会発表②⑬）。胥は MBO がもたらす企業統治再構築と効果について事例研究を試みた（図書⑤）。

（５）資産価格急変の理論分析

武田は資産価格急変の原因を解明するために、理論モデルを構築した（図書④）。宮崎は様々な資産価格形成モデル構築を試みた（雑誌論文②③⑩⑪⑳㉑㉒㉓㉔㉕㉖）。

（６）管理会計の理論分析

松井は管理会計の観点から企業統治の経済理論分析を行った。具体的には、事業部制を取る企業はタックス・プランニングを考慮した上で、振替価格決定をどのように行うかという問題を、独占的競争の設定の下で分析した。次に、原価基準振替価格設定の問題を分析し、固定費に関する不確実性が存在する状況では、変動原価に基づく振替価格設定と、全部原価に基づく振替価格設定のいずれが企業にとって望ましいかを分析した。さらに潜在的参入企業が存在する状況下での、原価基準振替価格設定の問題を分析し、直接原価に基づく振替価格を採用する方が、全部原価を採用する場合よりも利潤を増加させるという帰結が、成立することを示した（雑誌論文①⑦⑧⑭⑮⑯⑰⑲）。

（７）福島原発事故とエネルギー株

胥は共著論文で福島原発事故の電力株、原発関連株およびエネルギー株に対する影響を分析し、規制企業の企業統治のあり方について模索を行った（学会発表③）。

（８）今後の研究の展望

オリンパスの過去十数年にわたる巨額の損失隠しが発覚し、日本における企業統治の問題も世界中で大々的に報道された。一方、米国のシティグループの CEO に対する報酬議案が否決される事態に至っている。そこで、平成 25 年度以降は、本研究のメンバーを中心に、新たな共同研究「株主総会と企業統治のグローバル比較分析」を企画し、科研費(基盤(B))の交付を受けた。今後とも、本研究の成果を踏まえた上で、経済学、法学会と会計学から、近年に義務化された株主総会の議決権行使の開示等を米国と比較することを中心に、企業統治のグローバル比較分析を試みる。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者に

は下線）

〔雑誌論文〕（計 30 件）

- ① Kenji Matsui, Entry deterrence through credible commitment to transfer pricing at direct cost, *Management Accounting Research*, 査読有 forthcoming, 2013
- ② Kenji Miyazaki & Hitoshi Utsunomiya, On Uniqueness and Stability Conditions for Two Types of Monetary Models with Recursive Utility, *Journal of International Economic Studies*, 査読無、27 巻、2013、23-46
- ③ Kenji Miyazaki, On Recursive Utility and the Superneutrality of Money, *Economic Modelling*, 査読有、32 巻、2013、483-487
- ④ 胥鵬・田中亘・森田果、株主総会白書データから読み取れる株主総会の実像、*商事法務*、査読有、1966 巻、2012、4-16
- ⑤ 内田交謹、社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス、*証券アナリストジャーナル*、査読無、50 巻、2012、8-18
- ⑥ 墨昌芳・竹口圭輔・武智一貴、子会社役員などへの親会社ストック・オプション付与と子会社関係、*日本経済研究*、査読有、67 巻、2012、39-56
- ⑦ Kenji Matsui, Auditing Internal Transfer Prices in Multinationals under Monopolistic Competition, *International Tax and Public Finance*、査読有、VOL. 19、2012、800-818
- ⑧ Kenji Matsui, Cost-based transfer pricing under R&D risk aversion in an integrated supply chain, *International Journal of Production Economics*、査読有、VOL. 139、2012、69-79
- ⑨ 蟻川靖浩・高橋大祐、風評被害立証における経済学的証拠の活用、*NBL*、査読無、982 巻、2012、84-93
- ⑩ Kenji Miyazaki, A Hump-Shaped Relationship between Inflation and Endogenous Growth, *Journal of European Economy*、査読有、12 巻、2012、267-295
- ⑪ Kenji Miyazaki, Inflation, growth and impatience in a generalized cash-in-advance economy, *International Journal of Financial Research*、査読有、3 巻、2012、2-7
- ⑫ Yue Sun, Konari Uchida, and Mamoru Matsumoto, The dark side of independent venture capitalists: Evidence from Japan, *SSRN Working Paper*、査読無、1928586 巻、2012、総ページ 40
- ⑬ 森田 果、法律家のための実証分析入門：☆もりはつ☆の 59%は勢いで出来て

- います—R²、法学セミナー、査読無、686号、2011、54-58頁
- ⑭ 松井建二、Intra-firm trade, arm's-length transfer pricing rule, and coordination failure、European Journal of Operational Research、査読有、VOL. 212、2011、570-582、<http://dx.doi.org/10.1016/j.ejor.2011.01.012>
- ⑮ 松井建二、Precommitment to a cost-based transfer pricing system under entry threat:direct versus absorption costing、神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー、査読無、24巻、2011、1-33
- ⑯ 松井建二、Application of the arm's-length principle to publicly unobservable transfer prices、神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー、査読無、33巻、2011、1-28
- ⑰ 松井建二、Disclosure of market information in a mixed duopoly with price competition、神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー、査読無、40巻、2011、1-24
- ⑱ 竹口圭輔、ストックオプションの中止と適時開示、日本インベスターリレーションズ学会 研究分科会「IRの実証的効果測定」最終報告、査読無、2011、99-116
- ⑲ 浅野礼美子・佐々木隆文、社会的責任投資(SRI)ファンドのパフォーマンスに関する実証研究、証券アナリストジャーナル、査読有、49巻5号、2011、29-38
- ⑳ Miyazaki, K.、Inflation, growth and impatience in a cash-in-advance economy、International Advanced Economic Research、査読有、Vol. 17(4)、2011、488-489、doi:10.1007/s11294-011-9323-2
- ㉑ Miyazaki, K. A Hump-Shaped Relationship between Inflation and Endogenous Growth、Proceedings : International Conference On Applied Economics、査読有、Vol. 1、2011、403-415
- ㉒ 佐藤豊彦・胥鵬、非上場企業における私募債と銀行借入の選択、RIETI ディスカッション・ペーパー、査読無、10-J-056、2010、1-31
- ㉓ 森田果、会社訴訟における統計的手法の利用—テクモ株式買取請求事件を題材に—、旬刊商事法務、査読有、1910号、2010、4-17
- ㉔ Kazuki Miura and Kazutaka Takechi、Institutional Quality and Homogeneity, and Types of International Transactions、ICES Working Paper、査読無、159巻、2010、1-21
- ㉕ Yasuhiro Arikawa and Gael Imad'eddine、Venture Capital Affiliation with Underwriters and the Underpricing of Initial Public Offerings in Japan、Journal of Economics and Business、査読有、62巻、2010、502-516
- ㉖ 松井建二、普通社債市場の季節性について、証券アナリストジャーナル、査読無、48巻、2010、36-46
- ㉗ 田中亘、株式の持合いと譲渡制限契約、月刊法学教室、査読無、359号、2010、74-83
- ㉘ Miyazaki, K.、Inflation, endogenous growth, transaction-costs, and varying discount rates、International Advanced Economic Research、査読有、16巻、2010、419-420
- ㉙ Miyazaki, Kenji、Recursive utility and the superneutrality of money on the transition path、法政大学比較経済研究所ワーキングペーパー、査読無、2010、1-21
- ㉚ Miyazaki, Kenji、A note on continuous time models with general cash-in-advance constraints、Economic Bulletin、査読有、30(4)巻、2010、2856-2863
- [学会発表] (計21件)
- ① Kenji Matsui、Information sharing in a mixed market、Western Economic Association International, 10th Biennial Pacific Rim Conference, 2013年3月16日、Keio University, Tokyo, Japan
- ② Yasuhiro Arikawa and Kazutaka Takechi、In Search of Synergy Effects: Mergers and Productivity、2012 Asia Meeting of the Econometric Society, 2012年12月22日、the University of Delhi, Delhi, India
- ③ Toshio Serita and Peng XU、The Fukushima Nuclear Accident, Damage Compensation Resolution and Energy Stock Returns、24th Australasian Finance & Banking Conference, 2012年12月17日、the Shangri-la Hotel Sydney, Australia
- ④ 宮崎憲治、Animal Spirits of Competitive Market Economy、2012年度数理経済学研究センター研究集会、2012年12月7日、法政大学
- ⑤ Kenji Matsui、Disclosure of market information in a mixed duopoly with price competition、24th Asian-Pacific Conference on International

- Accounting Issues、2012年10月23日、the Ritz-Carlton, Kapalua in Maui, Maui, USA
- ⑥ Kenji Miyazaki、Animal spirits of capitalism and long-run growth、74th International Atlantic Economic Conference、2012年10月7日、ヒルトン・モントリオール・ボナヴァンチュール、モントリオール・カナダ
- ⑦ Kenji Miyazaki、Competitive market vs. central planning economy and long-run growth、26th European Conference on Operational Research、2012年7月10日、ヴィルニユス大学、ヴィルニユス・リトアニア
- ⑧ Hiroshi Moriyasu and Konari Uchida、Do stock option grants induce managerial risk taking? Evidence from Japan 2012 Asian Finance Association and Taiwan Finance Association Joint Conference、2012年7月8日、the Grand hotel in Taipei、Chinese Taipei
- ⑨ Toshio Serita and Peng XU、Energy Stock Returns and the Fukushima Nuclear Accidents、Asian Finance Association and Taiwan Finance Association 2012 Joint International Conference、2012年7月7日、the Grand hotel in Taipei、Chinese Taipei
- ⑩ Kenji Matsui、Management accounting system under entry threat: cost-based transfer pricing choice、International Conference on Business and Information 2012、2012年7月4日、Renaissance Sapporo Hotel、Sapporo、Japan
- ⑪ Hiroshi Moriyasu and Konari Uchida、Do stock option grants induce managerial risk taking? Evidence from Japan、29th GdRE Annual International Symposium on Money, Banking and Finance、2012年6月29日、University of Nantes (Nantes, France)
- ⑫ Hiroshi Moriyasu and Konari Uchida、Do stock option grants induce managerial risk taking? Evidence from Japan、IFABS 2012 Conference 2012年6月19日、Fundacion Universidad Empresa (Valencia Spain)
- ⑬ 蟻川靖浩・武智一貴、In Search of Synergy Effects、the 2011 Asian FA Annual Meeting、2011年7月11日、Four Season Hotel、Macao
- ⑭ Peng XU (胥 鵬)、Do Banks Have Private Information: Bank Screening and Ex-Post Firm Performance (with Kaoru Hosono)、Seventh Annual Conference Asia-Pacific Economic Association 2011、2011年6月25日、Pusan National University, Busan South Korea
- ⑮ Shinya Shinozaki and Konari Uchida、Do stock option rewards increase dividend payments? New evidence from Japan、日本ファイナンス学会第19回大会、2011年5月15日、東京、早稲田大学
- ⑯ 胥鵬・原頼安、金融機関のコーポレートガバナンス、日本ファイナンス学会第19回大会、2011年5月14日、東京、早稲田大学
- ⑰ Peng XU (胥 鵬)、Do Banks Have Private Information: Bank Screening and Ex-Post Firm Performance (with Kaoru Hosono)、The Fourth Asia-Pacific Forum on Economics and Finance、2010年12月14日、Central University of Finance and Economics, Beijing, CHINA
- ⑱ 劉春燕・劉劍雷・内田交謹、Do independent boards effectively monitor management? Evidence from Japan during the financial crisis、日本応用経済学会、2010年11月13日、高崎経済大学
- ⑲ 劉春燕・劉劍雷・内田交謹、Do independent boards effectively monitor management? Evidence from Japan during the financial crisis、日本経営財務研究学会、2010年10月10日、立教大学
- ⑳ 宮崎憲治、Superneutrality on the transition path in a cash-inadvance model with recursive utility、24th European Conference on Operational Research、2010年7月14日、リスボン大学・ポルトガル
- ㉑ 宮崎憲治、Inflation, Endogenous Growth, Transaction Costs, and Varying Discount Rates、日本経済学会春季大会、2010年6月6日、千葉大学
- [図書] (計8件)
- ① 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一、関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構、Web アンケート調査で見た将来の物価変動率予想、2013、17
- ② 蟻川靖浩、東洋経済新報社、「コーポレートガバナンスとリスク・マネジメント: 解説」吉野孝監修、蟻川靖浩/浦田秀次郎/谷内正太郎/柳井俊二編著『変容するアジアと日米関係』第8章所収、2012、26 (161-171)
- ③ 宮崎憲治、東洋経済新報社、「インフレと内生的成長のこぶ型の関係」宮崎憲治(編)「選好と国際マクロ経済学」第11章(法政大学出版局)、2012、25 (223-247)
- ④ 宇都宮仁・武田浩一、法政大学出版局、

「日本国債の安定市中消化の持続可能性——金融機関による大量保有と金利上昇リスク」宮崎憲治編『選好と国際マクロ経済学』法政大学出版局所収、2012、133-147

- ⑤ 胥 鵬、東洋経済新報社、「日本における経営権市場の形成—バイアウトを中心として」、宮島英昭編著『日本の企業統治』第3章所収、2011、27 (151-177)
- ⑥ 蟻川靖浩・河西卓弥・宮島英昭、東洋経済新報社、「R&D 投資と資金調達」、宮島英昭編著『日本の企業統治』第8章所収、2011、26 (341-366)
- ⑦ Chunyan Liu, Jianlei Liu, Konari Uchida, Cambridge University Press, In Xiuping Sun, Jim Stewart, and David Pollard (eds.), Corporate Governance and Global Financial Crisis, 2011、188-214
- ⑧ 蟻川靖浩、ナカニシヤ出版、「経済発展と金融システム：資金性制約と緩和効果について」、『模倣型経済の躍進と足ぶみ戦後の日本経済を振り返る』大塚啓二郎・東郷賢・浜田宏一編、2010、24 (p p 53-76)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

胥 鵬 (XU PENG)
法政大学・比較経済研究所・教授
研究者番号：60247111

(2) 研究分担者

蟻川 靖浩 (ARIKAWA YASUHIRO)
早稲田大学・商学学術院・准教授
研究者番号：90308156

内田 交謹 (UCHIDA KONARI)
九州大学・経済学研究院・准教授
研究者番号：80305820

佐々木 隆文 (SASAKI TAKAFUMI)
東京理科大学・経営学部・准教授
研究者番号：10453078

武田 浩一 (TAKEDA KOUICHI)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：40328919

竹口 圭輔 (TAKEGUCHI KEISUKE)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：80386333

武智 一貴 (TAKECHI KAZUTAKA)
法政大学・経済学部・准教授

研究者番号：80386341

田中 亘 (TANAKA WATARU)
東京大学・社会科学研究所・准教授
研究者番号：00282533

松井 建二 (MATSUI KENJI)
神戸大学・経営学研究科・准教授
研究者番号：20345474

宮崎 憲治 (MIYAZAKI KENJI)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：10308009

森田 果 (MORITA HATSURU)
東北大学・法学研究科・准教授
研究者番号：40292817

(3) 連携研究者

田村 晶子 (TAMURA AKIKO)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：30287841

大野 早苗 (OHNO SANAE)
武蔵大学・経済学部・教授
研究者番号：40307145